

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ РЕАЛИЗАЦИИ ОПЦИОННЫХ ПРОГРАММ КОМПАНИЙ ПОСРЕДСТВОМ ЭМИССИИ ОПЦИОНОВ ЭМИТЕНТА

Д.А. ВАВУЛИН,

*кандидат экономических наук,
доцент Института бизнеса и права (г. Орел)*

После вступления в силу с 4 января 2003 года большей части последних изменений и дополнений в Федеральный закон “О рынке ценных бумаг” на российском фондовом рынке получил “официальную прописку”, то есть право называться ценной бумагой со всеми вытекающими из этого последствиями, новый фондовый инструмент — опцион эмитента. В данной статье автором будут рассмотрены теоретические и практические аспекты реализации опционных программ на основе эмиссии опционов эмитента с учетом мировой и российской практики, а также будут рассмотрены проблемы реализации опционных программ эмитентами в российских условиях и приведены некоторые принципиальные рекомендации по реализации опционных программ на основе эмиссии опционов эмитента.

Понятие опциона эмитента и направления его использования в мировой практике. В мировой практике под опционом эмитента понимается опцион на акции (stock options), то есть право покупки акций в соответствии с условиями соглашения, предоставляемое при уплате определенной суммы денег. Программы предоставления опционов на акции представляют собой специальный механизм, с помощью которого служащие компании приобретают право покупки акций своей компании по фиксированной цене в течение определенного опционного периода. Рассматриваемые опционы не дают никаких налоговых льгот их получателям.

Главной целью реализации опционных программ эмитентами является мотивация труда персонала компании, и прежде всего ее менеджмента. Опционы на акции или опционы эмитента явля-

ются своего рода формой вознаграждения, используемой современными корпорациями для стимулирования своих сотрудников (в первую очередь руководителей). Общий смысл опционных программ, реализуемых эмитентами, заключается в том, что должностным лицам (или прочим сотрудникам) акционерного общества предоставляется возможность получить акции данного общества в определенной пропорции и по льготной цене в целях повышения их заинтересованности и преданности обществу. Иными словами, компания обязуется через определенный срок продать сотруднику свои акции по заранее определенной цене (данная цена, как правило, устанавливается немного выше текущего уровня рыночной цены). Если к сроку реализации опционов компания достигнет определенных показателей или снижения издержек, то сотрудник, реализуя свои опционы, выкупает акции и получает свой доход от роста капитализации компании. Выкуп акций может быть ограничен и дополнительными персональными условиями.

Данный метод вознаграждения устанавливает зависимость между будущим доходом сотрудника и одним из важнейших показателей или группой показателей успеха компании, например курсом акций корпорации. Участвуя в плане приобретения акций, как считает теория, сотрудники становятся непосредственно заинтересованными в повышении их курса, а следовательно, в увеличении рыночной ценности компании, и связывают свое благополучие в долговременной перспективе с ее процветанием.

Проиллюстрируем сущность формы вознаграждения сотрудников компании путем наделе-

ния их опционом эмитента на простом примере. Корпорация "А" предоставила в январе 2000 года своему директору возможность приобрести в январе 2002 года одну тысячу своих акций по рыночной цене на 1 января 2000 года — 35 дол. за акцию. На момент возможности реализации опциона (январь 2002 года) курс акций корпорации "А" составил 42 дол., соответственно директор, реализовав свой опцион, получил доход в 7 000 дол. $(42 - 35) \cdot 1\,000$. Как правило, вестирование, то есть реализация опционов, растягивается на 3 — 5-летний период, с тем чтобы удержать сотрудника в компании.

Идея использования опционов на акции собственной компании для материального стимулирования менеджеров приобрела особую популярность в 1990-х годах в США. Многим опционы помогли разбогатеть: например, в декабре 1997 года Майкл Айзнер из Disney закрыл опционы на сумму, превышающую совокупную зарплату 500 ведущих исполнительных директоров в Великобритании. Согласно данным, обнародованным комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC), о зарплатке CEO Oracle Ларри Эллисона (Larry Ellison) в 2001 финансовом году, крупнейший держатель акций, второй после Microsoft софтверной корпорации, заработал 706 млн на реализованных опционах на акции. При этом у него еще осталось 47,9 млн опционов на общую сумму 497,6 млн дол. В 2000 году Эллисон получил 40 млн опционов и зарплату в 208 тыс. дол.

Сегодня опционы являются существенным элементом вознаграждения не только высшего менеджмента, но и менеджмента среднего звена, а нередко и всех сотрудников компании. Согласно исследованию Брайана Холла из Harvard Business School и Кевина Мерфи из Университета Южной Калифорнии, в 1998 финансовом году 97% компаний, входящих в индекс Standard & Poor's 500, использовали опционы в качестве материального стимула для своих топ-менеджеров. В 1992 году опционы использовали лишь 82% компаний. При этом в 1998 году опционы на акции составили 40% совокупной заработной платы высших должностных лиц упомянутых компаний по сравнению с 25% в 1992 году.

Вместе с тем в последнее время использование таких схем характерно в основном только для США. В 1997 году опционами выплачивались 10% зарплаты топ-менеджеров Великобритании, в то время как в США — 42%. Стоимость опционов (по формуле Блэка-Шоулза, на дату выдачи опциона сотруднику), выданных высшим должностным лицам американских компаний с годовым объемом продаж в 2,5 млрд дол. (1.5 млрд фунтов стер-

лингов), составляла 2,5 млн фунтов. Их английские коллеги получили опционов только на 108 тыс. фунтов. Более того, число английских компаний, предлагающих сотрудникам опционные схемы, постепенно снижается. Но, учитывая то, что американский стиль ведения бизнеса в целом ряде развитых и развивающихся стран вызывал и, несмотря на череду последних корпоративных скандалов, продолжает вызывать восхищение и желание подражать, опционные схемы вполне могут получить распространение и за пределами США.

Рассматривая опционы эмитента, следует отметить, что иногда компании предоставляют права на получение разницы от повышения курса акций (stock appreciation rights - SAR), которые позволяют служащим получить разницу между рыночным курсом акции и курсом, зафиксированным в опционе, в виде наличных денег, новых акций или тех и других вместе. В компенсационных (поощрительных) программах по выпуску данных опционов разница между рыночным и опционным курсами рассматривается как вознаграждение владельцам опционов. Эта разница определяется по состоянию на дату, когда тот или иной служащий должен получить акции, опционный курс которых заранее определен. Эта дата носит название даты начисления. Эти расходы учитываются в момент реализации опциона. Если речь идет о правах на получение курсовой разницы акций, общий размер компенсации, подлежащий выплате, определяется как разница между их рыночным и опционным курсами. Эта сумма относится на расходы в течение определенного периода.

Помимо использования опционов на акции эмитента в качестве механизма мотивации работы персонала эмитента, выпуск опционов может использоваться компанией для повышения капитализации компании, а также привлечения в ряды ее акционеров самого широкого круга сторонних инвесторов, предпочитающих хеджирование риска. В этом случае опцион эмитента должен выпускаться как свободно обращающаяся ценная бумага без ограничений на ее приобретение и перепродажу.

Со своей стороны, инвесторы могут использовать операции с опционами эмитента в целях: извлечения высокого дохода за счет эффекта рычага (более подробно об этом будет сказано ниже); создания условий для приобретения в будущем акций по фиксированной цене; снижения риска при формировании контрольного пакета акций; получения дополнительного дохода за счет разницы в ценах акции и опциона эмитента и использования этих средств на финансовом рынке до момента приобретения дополнительных акций.

Ценообразование и переоценка опционов эмитента. Вследствие того, что опцион эмитента дает возможность приобрести дополнительные ценные бумаги по стоимости, ниже рыночной, он имеет свою цену. Цена опциона эмитента состоит из двух компонентов: скрытой и временной цены.

Скрытая цена — это разность между рыночной ценой акций эмитента и ценой исполнения, по которой эти акции можно приобрести на основании опциона эмитента.

Например, один опцион эмитента дает право приобрести одну обыкновенную акцию. Рыночная цена акции равна 25 дол. Цена исполнения опциона равна 20 дол. Следовательно, скрытая цена варранта составляет $25 - 20 = 5$ дол. Опцион эмитента не имеет скрытой цены, если его цена исполнения выше рыночной цены акций, стоящих за ним.

Временная цена — это разница между будущей рыночной ценой акции, которая может возрасти вследствие успешного развития данной компании, и ее существующей рыночной ценой. Если предположить, что в будущем цена акции возрастет до 35 дол., то временная цена опциона эмитента составляет: $35 - 25 = 10$ дол.

Таким образом, цена опциона эмитента ($P_{о.э.}$):

$$P_{о.э.} = P_c - P_{вр},$$

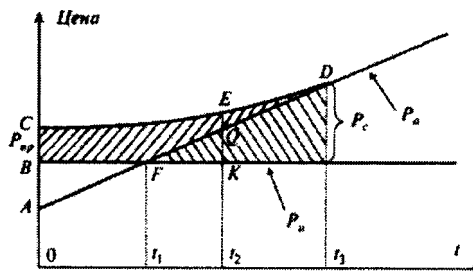
где P_c — скрытая цена опциона эмитента;

$P_{вр}$ — временная цена опциона эмитента.

В нашем примере цена опциона эмитента составит: $5 + 10 = 15$ дол. Если инвестор приобретет опцион эмитента за 15 дол., а впоследствии купит акцию по цене исполнения в размере 20 дол., то общие затраты на покупку акции составят: $15 + 20 = 35$ дол., то есть столько, сколько стоит акция на рынке. Фактическая цена опциона эмитента колеблется около его теоретической цены в зависимости от спроса и предложения, а также от других факторов.

Следует отметить, что опцион эмитента может не иметь скрытой цены, когда цена исполнения выше рыночной цены акции. Однако он будет иметь временную цену вследствие того, что у рыночной цены акций есть тенденция к росту. Временная цена опциона эмитента снижается по мере приближения конца срока его действия, так как уменьшаются спекулятивные ожидания роста курсовой стоимости акций. По истечении срока действия опцион эмитента теряет всякую ценность. Изменение цены опциона эмитента за период его действия показано на рисунке.

На представленном рисунке видно, что в начальный период цена исполнения опциона эмитента ($P_{и.}$) превышает рыночную цену акций ($P_{а.}$), изображенную прямой AD . В данный момент опцион эмитента только временную цену ($P_{вр}$), так



как рыночная цена акций ниже исполнительской цены. Цена опциона эмитента в каждый момент времени представляет собой разницу между кривой CD и ценой исполнения опциона эмитента. До точки t_1 опцион эмитента не имеет скрытой цены, а обладает только временной ценой. Вправо от точки t_1 у опциона эмитента возникает скрытая цена и продолжает существовать временная цена, которая постепенно уменьшается, приближаясь к точке D , показывающей срок окончания действия опциона эмитента. В момент времени t_2 отмечаются временная цена опциона эмитента (отрезок EQ) и скрытая цена (отрезок QK). В момент окончания срока действия опциона эмитента (t_3) проявляется только скрытая цена опциона эмитента.

При принятии инвестиционных решений о целесообразности покупки опционов эмитента необходимо учитывать их переоценку. Под переоценкой опциона эмитента понимается разница между стоимостью акций, приобретенных по цене исполнения с учетом затрат на покупку опциона эмитента, и рыночной ценой акций. Величина переоценки ($S_{п.}$) определяется следующим образом:

$$S_{п.} = P_{и.} + P_{п.} - P_{а.},$$

где $P_{и.}$ — цена исполнения опциона эмитента;

$P_{п.}$ — цена приобретения опциона эмитента;

$P_{а.}$ — рыночная цена акций.

Например, на представленном графике в начальный момент времени цена акций составляет 20 дол., цена исполнения равна 30 дол. и цена самого опциона эмитента — 5 дол. В этом случае переоценка опциона эмитента составляет: $(30 + 5 - 20) = 15$ дол. В момент времени t_3 , когда рыночная цена акций достигла 50 дол., переоценка опциона эмитента равна $(30 + 20 - 50)$, то есть нулю.

Определение величины переоценки позволяет инвестору провести анализ по следующим направлениям:

- сопоставление динамики изменения переоценки с темпом роста курсовой стоимости акций. Инвестор должен оценить, достаточен ли период времени для того, чтобы курсовая стоимость акций возросла и свела величину переоценки хотя бы к нулю. Если цена акций стабилизировалась или растет медленными

темпами, то опцион эмитента может быть переоценен, и к окончанию срока действия его цена и цена исполнения приобретения акций могут оказаться выше рыночной цены акций. В этом случае не имеет смысла приобретать опцион эмитента, так как его цена является завышенной;

- сравнение относительной переоценки с величиной, характеризующей отношение цены акции к размеру дивиденда (P/d). Относительная переоценка определяется как отношение величины переоценки (S_p) к курсовой стоимости акций (P_a). В нашем примере относительная переоценка (S_{po}) в начальный момент времени составляет: $(15 / 20)100 = 75\%$. Сравнивая относительную переоценку с величиной P/d по различным компаниям, следует отдавать предпочтение покупке опционов эмитента тех компаний, где отношение P/d выше. Низкое соотношение свидетельствует о выплате на вложенный капитал высоких дивидендов. Этот факт необходимо учитывать, так как владелец опциона эмитента за период его обладания не получает никаких дивидендов.

Опцион эмитента по сравнению с акцией обладает большим спекулятивным потенциалом, что привлекает к нему внимание участников фондового рынка. Как было показано выше, цена опциона эмитента меняется одновременно с изменением цены акций. При этом величина прироста цены опциона эмитента обычно равна сумме изменения цены акций. Вследствие этого доходность операций с опционом эмитента значительно выше, чем по акциями.

Проиллюстрируем последнее утверждение следующим примером. Цена опциона эмитента равна 5 дол., цена исполнения - 20 дол., рыночная цена акций - 25 дол. Через год рыночная цена акции возросла до 35 дол., то есть увеличилась на 10 дол. В этом случае цена опциона эмитента повысится, по крайней мере до его скрытой цены, то есть $35 - 20 = 10$ дол. Прирост цены опциона эмитента за данный период составил: $15 - 5 = 10$ дол. Таким образом, цена акции возросла на 10 дол., и цена опциона эмитента тоже увеличилась на 10 дол. Определим доходность по этим ценным бумагам как отношение прироста цен к начальной стоимости этих бумаг. Доходность по акциям составила $(10 / 25)100 = 40\%$, а доходность по опциону эмитента - $(10 / 5)100 = 200\%$.

Операции с опционами эмитента являются высокодоходными, но одновременно и рискованными. При обратной ситуации, когда происходит падение курсовой стоимости акций, цена опциона эмитента соответственно снижается. При оди-

наковом абсолютном снижении цен процентный убыток по опциону эмитента будет значительно больше, чем по акциям. Если в рассмотренном выше примере инвестор приобрел опцион эмитента за 5 дол. при рыночной цене акций 25 дол. и ценой исполнения, равной 20 дол., а через год цена акций упала до уровня цены исполнения и в дальнейшем не ожидается роста курсовой стоимости акций, то цена опциона эмитента будет равна 0. В данной ситуации потери инвестора составили 5 дол. Если он покупал акцию за 25 дол., а затем продает ее за 20 дол., то потеряет 20% своего капитала. Владелец опциона эмитента потеряет весь свой капитал.

Высокая доходность (значительная убыточность) операций с опционами эмитента - это главное свойство опциона эмитента, которое получило название "эффект рычага". Для характеристики эффекта рычага рассчитывается специальный коэффициент ($\mathcal{E}_p$) по формуле:

$$\mathcal{E}_p = P_a / P_o,$$

где P_a - рыночная цена акций;

P_o - рыночная цена опциона эмитента.

Опционные программы в российской практике.

Несмотря на отсутствие нормативной базы, регламентирующей вопросы реализации опционных программ российскими эмитентами, и неразвитость российского фондового рынка, первые опционные планы были приняты в российских компаниях еще в 1998 году. Первопроходцами в данном вопросе стали российские компании, ориентированные на западный фондовый рынок. И это неудивительно, поскольку инвесторам из-за океана сложно определить лояльность российских менеджеров и степень их заинтересованности в росте стоимости компании. Если же у менеджеров есть опционы, то это гарантия их лояльности к акционерам.

Дальше всех в опционном деле продвинулись нефтяная компания "ЮКОС" и оператор сотовой связи "ВымпелКом". Так, "ЮКОС" еще в 1998 году провел первую опционную программу, которая охватила более 1 000 его руководителей, включая менеджеров среднего звена. Эта программа была лишь "пробой пера", и опционы были исполнены уже через год. В дальнейшем "ЮКОС" планировал наделить опционами еще 1 500 своих сотрудников, в том числе инженеров и даже рабочих. Для этого проекта компания выделила до 85 млн акций (3,8% от выпущенных).

В "ВымпелКоме" опционная программа начала действовать несколько позже. При этом распространялась она только для высших менеджеров. Кроме того, в отличие от юкосовской при реализации опциона акции оставались в собствен-

ности компании, а обладатель опциона получает лишь доход от роста котировок акций. Первый транш опционов с выплатами в течение трех лет был распределен советом директоров среди нескольких высших руководителей компании. При распределении опционов с каждым из менеджеров заключался индивидуальный контракт, в котором оговорены условия пользования опционами. Опционы могут быть исполнены только в том случае, если топ-менеджер выполнил в срок оговоренные в контракте задачи. Первая выплата должна была быть осуществлена через год, но за один раз можно получить прибыль не более чем от трети акций. Для обеспечения опционной программы компания "ВымпелКом" выкупила на Нью-Йоркской бирже некоторое количество своих акций.

Интересная опционная программа проводилась в IT-холдинге IBS. На момент начала ее осуществления акции холдинга еще не котировались на организованных торговых площадках. Однако в конце 2000 года и в августе 2001 года среди более чем 30% сотрудников компании были распределены уже два транша опционов. С каждым из "награжденных" был подписан контракт, определяющий условия получения прибыли в случае выхода компании на фондовый рынок.

В конце 2002 года была завершена опционная программа ОАО "Татнефть" по размещению 9,3 млн акций среди руководства компании по цене намного ниже рыночной. Тогда же совет директоров ОАО "Объединенные машиностроительные заводы" принял решение о старте с 2003 года опционного плана для высших менеджеров компании, предусматривающего выпуск опционов на 4 млн акций компании. При этом условием исполнения опционов является рост цены акции ОАО "ОМЗ" до 11 дол. Сейчас акции стоят в 2 раза дешевле.

Об опционах на акции в разное время задумывались РАО "ЕЭС России" и ОАО "Газпром". В частности, опционная программа для своих менеджеров такого консервативного гиганта, как "Газпром", предусматривала выделение 50 млн акций (это 0,21% уставного капитала), которые должны быть распределены сотрудникам по цене 16 руб. за акцию (на момент запуска опционной программы средневзвешенная цена акций "Газпрома" на МФБ составила 15 руб.). Продавать акции сотрудникам должна была специально созданная для этого компания под названием "Акционирование работников газовой отрасли" (АРГО). При этом первый транш предполагалось распределить только среди менеджеров - от высших руководителей до начальников отделов (всего 1 000 - 1 500 человек). Через год они могли реализовать

свои опционы при условии достижения компанией определенных финансовых показателей, а также снижения издержек. Однако опционные программы этих двух российских компаний-монополистов так и не были реализованы.

О реализации опционных программ в разное время заявляли и другие российские компании. При этом следует отметить, что в условиях неразвитости российского фондового рынка и долговременной законодательной неурегулированностью вопросов, связанных с реализацией опционных программ, в средних по размеру компаниях опционные программы существовали в "невидимой" или "серой" форме: что-то вроде "вот поработайте как следует пару лет, и возьмем вас в долю". Это не что иное, как скрытая и достаточно сложная форма опциона на акции в условиях неразвитого финансового рынка и фондового законодательства (менеджер отказывается от части своего потенциального заработка для приобретения акций).

Опцион эмитента в соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг". До вступления в силу последних изменений и дополнений в Федеральный закон "О рынке ценных бумаг" (далее - закон "О рынке ценных бумаг") статус опционов на акции российских эмитентов не был законодательно определен. Как было показано выше, опционные программы реализовывались на основе заключения договоров с сотрудниками эмитентов, которых планировалось награждать акциями эмитента.

Однако с 4 января 2003 года (дата вступления в силу большей части изменений и дополнений в Закон "О рынке ценных бумаг") ситуация кардинальным образом изменилась. С этого времени опцион эмитента получил статус ценной бумаги, а значит, право на размещение и обращение на фондовом рынке. Согласно ст. 2 закона "О рынке ценных бумаг" под опционом эмитента понимается эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на покупку в предусмотренный в ней срок и/или при наступлении указанных в ней обстоятельств определенного числа акций эмитента такого опциона по цене, определенной в опционе эмитента. Опцион эмитента является именной ценной бумагой. Принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляются в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом цена размещения акций во исполнение требований по опционам эмитента определяется в соответствии с ценой, определенной в таком опционе.

В приведенной выше норме закона "О рынке ценных бумаг" следует обратить внимание на некоторые существенные моменты:

1. Эмитентом опциона могут выступать исключительно акционерные общества (открытые и закрытые), поскольку только данная группа эмитентов может выпускать такой вид долевых ценных бумаг, как акции.

2. Опцион эмитента является эмиссионной ценной бумагой, то есть характеризуется одновременно следующими признаками:

- закрепляет совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением формы и порядка, установленных законом "О рынке ценных бумаг";
- размещается выпусками. При этом под выпуском эмиссионных ценных бумаг понимается совокупность всех ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам и имеющих одинаковую номинальную стоимость в случаях, если наличие номинальной стоимости предусмотрено законодательством Российской Федерации. Выпуску эмиссионных ценных бумаг присваивается единый государственный регистрационный номер, который распространяется на все ценные бумаги данного выпуска;
- имеет равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

3. Опцион эмитента является именной ценной бумагой. В этой связи следует отметить следующее:

- в соответствии со ст.16 закона "О рынке ценных бумаг" опцион эмитента может быть выпущен только в бездокументарной форме. Поэтому в соответствии со ст. 2 владелец опциона эмитента устанавливается на основании записи в системе ведения реестра владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо;
- в соответствии со ст.18 документом, удостоверяющим права, закрепленные опционом эмитента, является решение о выпуске ценных бумаг;
- в соответствии со ст.28 права владельцев на опцион эмитента удостоверяются в системе ведения реестра - записями на лицевых счетах у держателя реестра или в случае учета прав на ценные бумаги в депозитарии - записями по счетам депо в депозитариях;
- в соответствии со ст.29 право на опцион эмитента переходит к приобретателю: в случае учета прав на ценные бумаги у лица, осуществляющего депозитарную деятельность, - с

момента внесения приходной записи по счету депо приобретателя; в случае учета прав на ценные бумаги в системе ведения реестра - с момента внесения приходной записи по лицевому счету приобретателя. При этом права, закрепленные опционом эмитента, переходят к их приобретателю с момента перехода прав на эту ценную бумагу. Переход прав, закрепленных именной эмиссионной ценной бумагой, должен сопровождаться уведомлением держателя реестра, или депозитария, или номинального держателя ценных бумаг. Осуществление прав по опционам эмитента производится эмитентом в отношении лиц, указанных в системе ведения реестра.

В соответствии с определением и по своей экономической сути опцион эмитента является конвертируемой ценной бумагой, поэтому принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляется в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. При этом в ст. 27.1. закона "О рынке ценных бумаг" установлены некоторые особенности эмиссии опционов эмитента, к числу которых относятся:

1. Эмитент не вправе размещать опционы эмитента, если число объявленных акций эмитента меньше числа акций, право на приобретение которых предоставляют такие опционы. Число акций определенной категории (типа), право на приобретение которых предоставляют опционы эмитента, не может превышать 5% акций этой категории (типа), размещенных на дату представления документов для государственной регистрации выпуска опционов эмитента.

2. Решение о выпуске опционов эмитента может предусматривать ограничения на их обращение.

3. Размещение опционов эмитента возможно только после полной оплаты уставного капитала акционерного общества.

В соответствии с распоряжением ФКЦБ России от 1 апреля 2003 года № 03-606/р "О государственной регистрации Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг и ее региональными отделениями выпусков эмиссионных ценных бумаг" регистрацию выпусков опционов эмитентов осуществляет ФКЦБ России. Таким образом, эмитент, намеревающийся осуществить выпуск опционов, независимо от места своего нахождения должен направлять документы, необходимые для регистрации выпуска опциона, непосредственно в ФКЦБ России.

Проблемы реализации опционных программ эмитентами на основании эмиссии опционов эми-

мента. Признавая положительный эффект появления на российском фондовом рынке нового инструмента и формы мотивации труда персонала компании — опциона эмитента, необходимо отметить, что на Западе, несмотря на десятилетия использования опционов, до сих пор не утихают дебаты по поводу того, насколько и какое именно поведение менеджеров они стимулируют, насколько их преимущества перевешивают недостатки, каков должен быть диапазон распространения опционов в организации, какие подводные камни они представляют собой с точки зрения финансовой и бухгалтерской отчетности. Среди экономистов есть как их безоговорочные сторонники, так и скептики, считающие, что опционы или не достигают своей цели, или ставят неправильные или излишне тактические задачи перед менеджерами и другими сотрудниками компаний, делают их заложниками биржевого курса акций.

При этом необходимо не забывать и тот факт, что нередко опционы на акции означают серьезные расходы для компаний. Опционы являются практически бесплатной для организации формой вознаграждения только с точки зрения ее сегодняшних операционных финансовых потоков и результатов, поскольку они носят отсроченный характер. В то же время опционы “разбавляют” акционерный капитал в том случае, если для реализации опционов акционерное общество вынуждено проводить дополнительную эмиссию акций. Или же компания вынуждена тратить часть своей прибыли для покупки акций на рынке для выдачи реализуемых опционов. И в том, и в другом случае опционы являются вознаграждением со стороны и из кармана акционеров, и поэтому они должны быть нацелены на максимальное удовлетворение именно их интересов. Ни в коем случае они не являются полностью “бесплатным” инструментом стимулирования. Более того, подсчет их воздействия на прибыль акционеров исключительно сложен. Сегодня многие западные компании рассматривают опционы как одну из статей расходов. Эти абстрактные заявления подтверждается вполне конкретными данными издания Grant's Interest Rate Observer от 22 декабря 2000 года. Там утверждается, что одна из самых успешных high-tech корпораций США, Oracle, в 2000 году потратила 2,7 млрд дол. для предотвращения размывания акционерного капитала в результате исполнения опционов на акции компании. Эта сумма составляет 27% годовой выручки компании и 43% ее чистых доходов за 2000 год.

Кроме того, анализ подсказывает, что любую распространенную схему материального поощрения высших должностных лиц нужно рассматривать

очень внимательно. К опционам на акции можно подходить с двух точек зрения: для акционеров это способ сблизить свои интересы и интересы менеджеров, для менеджеров это способ экспроприации части собственности акционеров. Последнее, скорее всего, имеет наибольшее значение.

Акционеры никогда точно не знают, что происходит в компаниях, акциями которых они владеют. У менеджеров ситуация обратная. Они могут использовать свое положение внутри компании как в целях повышения общей стоимости всей компании, так и для перераспределения части средств внешних акционеров — себе в карман. В своей классической книге “The Great Clash 1929” Дж. К. Гэлбрейт ввел понятие *bezzle* (от англ. *embezzlement* — хищение, незаконная “приватизация”, подгребание под себя, обычно какой-либо общественной или государственной собственности). В спокойное время “люди расслаблены, доверчивы, и денег кругом в избытке... В этих условиях подобная “приватизация” происходит все чаще, раскрываемость таких случаев падает, и к рукам прилипает все больше”. Но опционы на акции не “прилипают” — это вполне легальный способ получения части собственности акционеров. Пока акционеры не против, эта “часть” постоянно увеличивается в размере и официально называется “материальной заинтересованностью”.

На то, что данный процесс не всегда проходит в открытую, указывают и возражения против инициативы американской комиссии по стандартам финансовой отчетности (FASB) вычитать сумму опционов из прибыли компании. Действительно, стандартные методы зачастую завышают расходы компании на опционные схемы для менеджеров, поэтому необходимо использование модифицированных формул. Но это еще не повод игнорировать эти расходы в отчете о прибылях и убытках. По некоторым данным, прибыли американских корпораций, таким образом, завышаются чуть ли не на 20%.

В связи с этим необходимо отметить, что массовое распространение опционов сыграло и негативную роль, став одной из причин крупных корпоративных скандалов в США в 2001 - 2002 годах. Интересы акционеров компании и высшего менеджмента, получавшего наибольшую прибыль от исполнения опционов, стали зачастую не совпадать. За последние годы широкое распространение получили злоупотребления, связанные с искажением финансовой отчетности компаний их высшими менеджерами при попустительстве членов советов директоров, исполнением опционов с получением очень больших вознаграждений, не связанных с действительными результатами дея-

тельности компаний, и сокрытием информации о предоставлении опционов от акционеров. Характерным примером стала крупнейшая энергетическая компания США Enron, которая в прошлом году стала банкротом. Высший менеджмент компании обвиняли в том, что пробелы в законодательстве при использовании опционов на акции позволяли руководству, с одной стороны, снижать налоговые выплаты, а с другой - не включать затраты на опционные программы в расходы. Более того, после обнаружения манипуляций с отчетностью Enron акции компании стали резко падать, однако выданные самим себе опционы со сниженной ценой исполнения позволяли топ-менеджерам зарабатывать.

В условиях неразвитости российского фондового рынка достаточно сложной может оказаться проблема существенного повышения капитализации компании-эмитента, поскольку в настоящее время зависимость курсовой стоимости подавляющего числа российских акций от основных показателей деятельности компаний-эмитентов крайне незначительна.

Однако более серьезной проблемой для эмитента при реализации опционных программ на основе эмиссии опционов эмитента в российских условиях может стать отсутствие в настоящее время адекватной нормативно-правовой базы, регламентирующей вопросы эмиссии такой ценной бумаги, как опцион эмитента. Можно констатировать тот факт, что появление на российском фондовом рынке новой ценной бумаги выявило практическую неподготовленность соответствующих законодательных и регулирующих органов в части разработки нормативно-правовой базы выпуска опционов эмитентов, программного обеспечения, специальных инструкций и методических указаний для реализации опционных программ и др.

В частности, как отмечалось выше, в ст. 2 закона установлено, что принятие решения о размещении опционов эмитента и их размещение осуществляются в соответствии с установленными федеральными законами правилами размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции. В настоящее время общие положения, касающиеся порядка размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции, установлены в Федеральном законе от 24 декабря 1995 года № 120-ФЗ "Об акционерных обществах". Однако конкретный порядок эмиссии опционов эмитентов, который в соответствии со ст. 42 закона "О рынке ценных бумаг" должен быть установлен в соответствующих стандартах эмиссии, утвержденных федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (в на-

стоящее время - ФКЦБ России), на сегодня отсутствует. Хотя в настоящее время действует ряд документов ФКЦБ России, устанавливающих порядок эмиссии ценных бумаг, которые по своей сути схожи с опционом эмитента. К их числу относятся: во-первых, постановление ФКЦБ России от 9 января 1997 года № 1 (ред. от 31 декабря 1997 года) "Об опционном свидетельстве, его применении и утверждении стандартов эмиссии опционных свидетельств и их проспектов эмиссии", где установлен порядок эмиссии опционного свидетельства; во-вторых, постановление ФКЦБ России от 30 апреля 2002 года № 16/пс (ред. от 12 февраля 2003 года) "Об эмиссии акций и облигаций, конвертируемых в акции", где установлен порядок эмиссии акций, размещаемых путем конвертации, облигаций, конвертируемых в дополнительные акции. Однако, несмотря на одинаковую экономическую сущность опциона эмитента с опционным свидетельством и ценными бумагами, конвертируемыми в акции (предоставление права получить акции в будущем по цене, установленной в данный момент времени), все же это разные ценные бумаги. Поэтому действие названных выше документов ФКЦБ России в их сегодняшнем виде не может быть распространено на процедуру эмиссии опционов эмитента. Таким образом, налицо явная юридическая коллизия, когда, с одной стороны, новая ценная бумага и общие правила ее эмиссии определены Федеральными законами Российской Федерации (закон "О рынке ценных бумаг" и закон "Об акционерных обществах"), а с другой стороны, отсутствует конкретный порядок ее эмиссии (стандарты эмиссии).

В этой связи остается лишь надеяться, что появление на фондовом рынке и активное ее использование участниками рынка прежде всего эмитентами эмиссионных ценных бумаг рассматриваемой ценной бумаги заставит соответствующие государственные органы доработать все необходимые документы, которые позволят опционам эмитента стать полноценным стимулирующим и хеджирующим инструментом для всех участников фондового рынка России.

Некоторые принципиальные рекомендации по реализации опционных программ. И, наконец, в заключение представляется целесообразным предложить российским компаниями, планирующим использование опциона эмитента в качестве одного из инструментов мотивации труда своего персонала, следующие принципиальные рекомендации по реализации опционных программ:

1. Опционы эмитента необходимо рассматривать не как премию за результаты, достигнутые в прошлом, а как источник стимулирования работ-

ников на достижение более высоких результатов в будущем.

2. Реализация опционной программы может достичь своей цели — соединения материальных интересов персонала с финансовыми интересами компании и ее акционеров при соблюдении двух условий: 1) значимости размера вознаграждения для сотрудника компании; 2) понимании каждым сотрудником того, за что он получает вознаграждение и как определяется его размер.

3. Эмиссия опционов эмитента должна являться именно формой поощрения сотрудников компании, а не механизмом перераспределения собственности и ущемления прав существующих акционеров компании.

4. Эмиссия опционов эмитента в конечном счете должна быть направлена на максимальное удовлетворение интересов акционеров компании, а не исключительно на удовлетворение материальных интересов менеджеров и других сотрудников.

5. Эмиссия опционов эмитента не должна приводить к увеличению затрат компании на защиту от “размывания” акционерного капитала в результате их исполнения.

6. Цену, по которой будут получены акции в результате реализации опциона эмитента, целесообразно устанавливать немного выше текущего уровня рыночной цены акций компании.

7. В опционную программу должно быть вовлечено такое число сотрудников, при котором механизм поощрения будет способствовать улучшению показателей компании, а общая стоимость и сложность выбранной схемы останутся на приемлемом уровне.

8. Оптимальный срок реализации опционов эмитента должен растягиваться на 3 — 5 лет в целях удержания сотрудника в компании на более или менее длительный период времени (по другим оценкам, от 1 года до 3 лет). Более длительный срок не рекомендуется, поскольку мотивирующий эффект системы поощрения будет снижен. Нецелесообразна также реализация краткосрочных опционных программ.

9. Возможность реализации опциона эмитента целесообразно ставить в зависимость от определенных показателей (рост курсовой стоимости акций, увеличение рыночной капитализации компании,

рост прибыли, снижение издержек и т.п.) или же, например, если акции компании не обращаются на организованных торговых площадках в зависимости от вывода акций компании на организованные рынки. Выкуп акций может быть ограничен и дополнителными персональными условиями.

10. Компаниям необходимо представлять достаточно полную информацию о вознаграждении руководства компании опционами на акции эмитента. Причем такая информация может быть представлена по каждому из персоналий в отдельности или в совокупности. В частности, сведения о любых обязательствах эмитента перед сотрудниками (работниками), касающихся возможности их участия в уставном (складочном) капитале (паевом фонде) эмитента (приобретения акций эмитента), включая любые соглашения, которые предусматривают выпуск или предоставление сотрудникам (работникам) опционов эмитента, должны раскрываться в проспекте ценных бумаг и ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг.

ЛИТЕРАТУРА

1. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. (ред. от 28 декабря 2002 г.) “О рынке ценных бумаг”// Собрание законодательства РФ, 30.12.2002, № 52 (2 ч.), ст. 5141; “Российская газета”, № 1, 04.01.2003, “Парламентская газета”, № 1-2, 05.01.2003.
2. *Миркин Я.М.* Ценные бумаги и фондовый рынок: профессиональный курс в Финансовой академии при Правительстве РФ. — М.: Перспектива, 1995.
3. *Фондовый рынок: Учеб. пос. для вузов экон. профиля / Н.И. Берзон, Е.А. Буянов, М.А. Кожевников и др.; Под ред. Н.И. Берзона, - 2. изд. - М.: Вита Пресс, 1999. - 400 с.*
4. *Шекшня С.В., Ермошкин Н.Н.* Стратегическое управление персоналом в эпоху Интернета: Учебно-методическое пособие. 6-е изд., перераб. и доп. — М.: ЗАО “Бизнес-школа “Интел-Синтез”, 2002.
5. *Вальф М.* Опционы на акции - способ заполучить чужие деньги//Financial times. - 09.01.01
6. *Шигапова Л., Карбовский В.* Перспективы применения опционных свидетельств на примере компании “Татнефть”//Рынок ценных бумаг. — 2002. - № 1 (208). — С.50 — 51
7. *Бразхейм Ю., Гапенски Л.* Финансовый менеджмент. Полный курс / Пер. с англ., под ред. В.В. Ковалева. — С.-Пб.: Экономическая школа, 1997.